【债券深度报告】

地摊经济+消费券+购车补贴，消费的黄金时代来了吗？——数知宏观系列报告之六

❖ **1、地摊经济能够稳定就业，盘活消费吗？**

当前多地区出台推广“地摊经济”政策，梳理以往个体商户管理相关政策，历史上我国多次放松对于流动商贩的管理，并且每次放松均会对就业产生拉动作用；但此前政策放松对消费影响不一，对社零提升并不显著。

本次推广“地摊经济”与此前放松个体工商户管理存在较大区别。一方面，本次并非传统意义上的“放松流动商贩管理”，而是主动鼓励各地区以及社会具有意愿的人员进行“摆摊”；另一方面，本次经济环境与此前存在差别，今年我国受新冠疫情冲击，就业和消费问题亟待解决，且受疫情防控措施影响，国内经济活力急需提高，政策出台后，各地快速开展实践行动。

从政策效果来看，当前推广“地摊经济”对就业拉动效果已经初步显现，后续大概率仍将推动我国失业率逐步走低，随着就业好转及城市“烟火气”提升，或对国内消费或也将产生部分带动作用。

❖ **2、消费券对消费拉动效应如何**

一则，发放消费券地区和未发放地区相比，发放地区消费券对消费的刺激效应较为明显；**二则，**从同省份不同城市不同时间段发放消费券对社零增速的影响来看，效果同样较为显著；**三则，**从发放行业和未发放行业相比，定向发放对指定行业的消费拉动效应较强；**四则，**从消费券对社零整体拉动效果来看，多地消费券发行采用电子消费券形式，对线上消费的带动作用较好；**五则，**从消费券核销率和杠杆率来看，平均核销率和平均“乘数效应”均较高，对消费拉动较为显著。

消费券较高的杠杆效应已经开始体现，短期内或将带动社零增速继续回升，效果能否持续主要取决于其能否在更大范围推广以及推广时间能够持续多久。当前来看，部分城市消费券持续数月，但多城市消费券发放已经基本结束，未来消费券能否持续有待观察。

❖ **3、汽车消费为何回升速度如此之快？**

4 月以来汽车消费快速回升，对社零拉动效果较为显著，主要受多个地区出台促进汽车消费政策，效果较好影响。对 2 月以来出台的各种汽车消费进行系统梳理后，政策分别从国家层面鼓励政策、地方层面补贴政策及限购地区指标投放 3 个层面对汽车消费产生明显拉动。

短期内部分地区促汽车消费政策持续，汽车销售或仍偏好。受此前多地区出台的促进汽车消费政策持续以及国家及地方层面还可能继续出台促进汽车消费政策影响，短期内尤其是三季度末之前，国内汽车消费可能仍稳中偏强，其中 7 月基数较高，增速可能有所下滑，中期来看，当前政策可能会产生透支消费影响，后续乘用车销量仍取决于政策是否具有连贯性。

❖ **4、下半年国内消费如何走？**

“地摊经济”对就业的带动或较为确定，但对社零的影响存在不确定性，需持续观察；消费券能够产生“乘数效应”，对发放地区消费拉动作用较为明显，未来可能导致餐饮消费修复加速，网上消费增速也可能继续上升，弥补部分实物消费确实；各地区出台的购车补贴以及放松限购政策对汽车消费的刺激效果较为显著；其他方面，6 月石油及其制品、服装和家电类消费修复可能均略有加快，综合考虑，5~6 月社零修复或有所加速，三季度修复速度能否延续或取决于“地摊经济”能否产生良好效应，四季度走势则取决于后续消费券以及促汽车消费政策延续性。

❖ **风险提示：“地摊经济”兴起导致国内疫情出现反复。**

华创证券研究所

证券分析师：周冠南

电话：010-66500918
邮箱：zhouguannan@hcyjs.com
执业编号：S0360517090002

联系人：陈静

电话：010-66500862
邮箱：chenjing1@hcyjs.com

相关研究报告

《【华创固收】加杠杆，拉久期，信用下沉分化——债基、货基 2020Q1 季报点评》
2020-05-22
《【华创固收】海外复工满月记：复工进度及疫情发展面面观——5 月海外月度观察》
2020-05-29
《【华创固收】江西：昌九一体引领省域快速发展，地区间债务负担分化明显——城投全景系列之九》
2020-05-31
《【华创固收】5 月估值压缩，6 月关注性价比和正股驱动——5 月可转债月报》
2020-06-02
《【华创固收】创新货币政策工具的交易结构是怎样的？——6 月流动性月报 20200606》
2020-06-06

未经许可，禁止转载

VISIT…

扫码免费领取资料

房中术(www.zuihaoziyuan.com)专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

更多免费教程：英语学习，技能提升，PS 教学，投资赚钱，音乐教程，口才教学，情商提升，风水教学，心理学，摄影知识，幼儿学习，书法学习，记忆力提升等等.....

==========

全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ：167520299 或添加微信：1131084518（备注PDF）

扫码加微信lax988988领取资料

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能，理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生
宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课，全面掌握男性健康问题 让你重燃自信
联系微信：1131084518

1、东方性经
2、印度 17 式
3、口交技巧 3 部
4、港台性姿势 3 部
5、365 性姿势 6 部
6、泰国性爱密经 17 式
7、花花公子性技巧 6 部
8、阁楼艳星性技巧 7 部
9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
11、古代宫廷性保健系列 14 部
12、汉唐宋元明清春宫图真人
13. 柔软性爱宝典 日本 9800 课
14. 李熙墨 3999 全套课
15. 妖精性爱课 2888
16. 李银河全套性课
17. 领统统性课
18. 德勇男性篇
19. 德勇男性篇
20. 缓慢性爱
21. 亚当多体位搭配篇
22. 亚当多体位结合篇
23. 德勇克服早泄讲座练习
24. 德勇以女性为中心得爱抚
25. 加藤鹰接吻爱抚舌技
26. 加藤鹰指技
27. 加藤鹰四十八手入门
28. 佐藤潮吹教学
29. 佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
30. 佐藤男人早泄对抗训练
31. 阿拉伯延时训练

32. 田渊正浩秘籍
33. 异性性快感集中训练教学
34. 自我愉悦锻炼密宗
35. 铁牛全套延时训练课
36. Pc 机锻炼真人视频教学
37. 印度性经全集 8 部
38. 21 世纪性爱指南
39. 香蕉大叔男女训练馆全套
40. 中美真人性治疗教学+理论
41. 女性闺房秘术
42. 幸福玛利亚性课
43. 陈见如何释放性魅力征服
44. 性爱技巧讲座全套
45. 性爱秘籍全套
46. 性爱误区讲座
47. 性病讲解大全
48. 性博士讲座合集
49. 性健康和性高潮合集
50. 性教育讲座合集
51. 性能力课堂合集
52. 性生活问题解析合集
53. 意外怀孕和避孕处理课堂
54. 性感地带探索
55. 性技巧讲座
56. 性健康与性卫生讲座
57. 性生活专家答疑
58. 性心理与性道德合集
59. 性爱宝典合集
60. 性爱技巧合集
61. 完美性爱演示
62. 完美性爱技术讲解
更多精品等你来解锁哦.....

投资主题

报告亮点

报告的与众不同或创新之处：（1）以史为鉴，对推广“地摊经济”可能对就业以及消费产生的影响进行分析。（2）对各地发放消费券情况进行梳理，分发放地区、发放城市等 5 个层面对消费券如何影响消费进行分析。（3）将汽车消费政策分成国家、地方和限购城市 3 个层面对购车补贴政策效果进行分析，观测其汽车消费增速的影响。（4）结合“地摊经济”、消费券和购车补贴等政策，根据其影响分项在社零中所占比重对下半年社零增速进行预判。

投资逻辑

本篇报告的主要逻辑框架：以近期较为火爆的“地摊经济”为切入点，详细分析疫情出现以来国家和各级地方政府出台的各种促进消费政策，包括消费券以及购车补贴等，并逐个分析这些政策对消费产生的影响；最后，将其对应到社零中较为重要的分项，根据其走势判断未来社零增速走势。

对于国内债市而言，下半年经济复苏节奏为影响债市的主要因素之一，而扩大内需、促进消费为经济的主要抓手，社零增速对债市影响较大。从后续社零走势来看，短期内社零增速回升速度可能加快，或对市场情绪产生影响。

目 录

一、地摊经济能够稳定就业，盘活消费吗？

（一）多地出台政策，支持“地摊经济”发展

（二）“地摊经济”并非首次使用，以往政策效果如何？

（三）本次推广“地摊经济”政策可能产生的带动效果

二、消费券对消费拉动效应如何？

（一）全国多个城市集中发行消费券，发行量较为可观

（二）消费券对社零拉动效应较为显著

1、发放地区和未发放地区相比，消费券拉动效果较大

2、发放行业和未发放行业相比，消费券拉动效果也较为显著

3、消费券总体拉动效果较好，线上消费受影响显著，核销率和杠杆率均偏高

（三）消费券能否成为常规刺激“武器”，为下半年消费保驾护航？

三、汽车消费为何回升速度如此之快？

（一）4 月以来汽车消费快速回升，对社零拉动明显

（二）多地区出台促进汽车消费政策，效果显著

1、国家层面鼓励促进汽车消费政策出台，引导各地稳消费

2、地方层面出台直接补贴型政策，能够在相应期限内提前释放部分购车需求

3、限购地区适当增加指标，直接带动相应量的汽车刚性需求

四、下半年国内消费如何走？

（一）“地摊经济”对社零的影响效果有待观察，若效果显现，或支持下半年社零增速回升

（二）餐饮消费修复或有所加速，网络消费或仍偏强，弥补部分线下消费缺失

（三）汽车消费短期或仍然偏好，对社零产生带动作用

（四）其他方面，石油及其制品消费对社零拖累逐步减弱，服装和家电消费或将有所回升

图表目录

图表 1 各地区出台文件，松绑“地摊经济”.....5
图表 2 从历史来看，放宽个体工商户经营范围后，一般失业率呈下降趋势.....7
图表 3 从历史来看，放宽个体工商户经营范围后，社会零售总额并未出现明显上行趋势.....8
图表 4 失业金领取条件搜索指数明显走低，但找工作搜索指数未有回升.....9
图表 5 百度失业金领取条件搜索指数领先失业率.....9
图表 6 5 月以来全国多个城市发行消费券.....9
图表 7 直辖市发放消费券情况.....11
图表 8 重庆社零消费单月恢复速度最快，北京最慢.....11
图表 9 义乌和金华从 5 月开始消费券发放.....12
图表 10 义乌和金华社零恢复速度最慢.....12
图表 11 消费券覆盖领域较为广泛.....13
图表 12 消费券重点支持行业微信交易金额明显增加.....13
图表 13 消费券对线上消费带动显著.....13
图表 14 网络消费对社零增速拉动率达到 4 个百分点.....13
图表 15 部分地区消费券使用核销率.....14
图表 16 部分地区消费券“乘数效应”较高.....14
图表 17 5 月乘联会汽车销售数据回正.....15
图表 18 汽车行业复工进度.....15
图表 19 4 月汽车销售数据快速回升.....15
图表 20 4 月汽车对社零的拖累作用已经降为 0.....15
图表 21 中央各部委出台促进汽车消费政策.....16
图表 22 各地出台直接购车补贴政策.....17
图表 23 各地区出台放松限购政策.....19
图表 24 餐饮消费跌幅依旧较大.....20
图表 25 餐饮收入占社零比重显著走低.....20
图表 26 直接降低购车成本政策对汽车消费具有刺激效应，但也能提前透支需求.....21
图表 27 社零中各分项占比.....22
图表 28 石油及其制品类消费对社零的拖累效应或逐步减弱.....22
图表 29 国际油价回升至本地价.....22
图表 30 打折促销力度大，服装面料价格指数回落.....22

近期各种促消费政策不断出台，从 3 月以来，全国超过 170 个城市发放超 200 亿消费券，且多个地区出台刺激汽车消费政策，与此同时，6 月以来“地摊经济合法化”引发市场关注，多种政策刺激下，消费是否能够大幅度回升成为市场关注的焦点。因此，数知宏观系列专题的第六篇，我们将对近期出台的“地摊经济”、“消费券”、“促汽车消费”、等政策内容以及政策效果进行梳理分析，探究政策“多点开花”下国内消费增速将如何走。

一、地摊经济能够稳定就业，盘活消费吗？

（一）多地出台政策，支持“地摊经济”发展

随着“地摊经济”兴起，多地纷纷出台支持政策，而部分较早实施的城市收获成效，5 月下旬以来，包括郑州、济南、上海、长沙、广州等多个热点城市均明确鼓励发展“地摊经济”，随着政策推进，各地“地摊经济”火热进行。

图表 1 各地区出台文件，松绑“地摊经济”

出台时间	地区	出台文件	政策详情
2020/3/15	成都市	《成都市城市管理五允许一坚持统筹疫情防控助力经济发展措施》	允许设置临时占道摊点摊区；允许临街店铺临时越门经营；允许大型商场开展占道促销；允许流动商贩贩卖经营；允许互联网租赁自行车企业扩大停放区域；坚持柔性执法和审慎包容监管。
2020/3/18	德阳市	《德阳市统筹疫情防控审慎包容监管市容秩序服务经济发展六条措施》	一是适度放开大型商场占道促销和临街店铺跨门经营管理，二是适度放开流动商贩贩卖经营管理，三是鼓励设置临时便民服务点，四是持续推进已有便民服务点规范管理
2020/4/1	彭州市	《彭州市城市管理“五允许一坚持”统筹疫情防控助力经济发展工作措施》	根据居民需求，设置南河东街市场、南桥夜市、朋城远界夜间摊区、紫光兴城临时摊区、高铁站临时摊区等 16 个便民疏导点，引导、规范腌卤熟食、水果、蔬菜等游商入市交易，满足周边居民消费需求，帮助 400 余户摊贩恢复经营。
2020/5/1	南京市	《做好防疫期间临时外摆摊点服务工作的指导意见》	选择具备外摆条件、有统一运营管理的特色街区、商业体外广场和开放式公园，合理设置外摆区域、明确设置外摆种类、规范设置外摆设施、科学设置外摆时段。
2020/5/12	陕西省	《陕西省人民政府办公厅关于印发促进市场消费积极应对新冠肺炎疫情影响若干措施的通知》	疫情期间，城市管理坚持柔性执法，在不影响人行通道、确保安全的情况下，允许城区临街店铺出店经营，允许大型商场适度占道促销，允许在居民居住集中区开辟临时摊点摊区，允许流动商贩在一定时间和区域占道经营。
2020/5/18	大冶市	《关于开放临时夜市场所促进市民消费的公告》	开放临时夜市场，允许符合条件的个体工商户或个人申请入驻设摊营业，即日起至 10 月 30 日零时止，每天晚上 18 时 30 分至 21 时 30 分允许营业。
2020/5/21	上海市	《上海市城市管理行政执法局关于优化营商环境的指导意见》	支持特色小店开展“外摆摊”经营，实施“轻微免罚”制度，为市场主体营造稳定、公平、透明、可预期的市场环境。
2020/5/27	遂宁市	《新冠肺炎疫情防控期间支持商贸服务业加快发展措施》	市城管执法局围绕该《措施》，坚持“宽严适度、灵活管治”的原则，实施“三个支持”和“六个开放”，并根据疫情防控应急响应级别的调整，创新执法监管机制，为各类市场主体恢复经营信心和城市恢复“烟火气”保驾护航。
2020/5/28	浙江省	《关于开展省级夜间经济试点城市创建工作的通知》	争取通过 3 年的试点带动，梯度培育创建一批夜间经济试点城市，对涉及夜间经济，尤其是城市管理领域的夜间摊点临时占道、户外广告设置、户外促销活动、临时停车位设置等审批事项，建立夜间营商审批绿色通道，简化审批程序。
2020/5/29	长春市	《关于在城市管理领域实施助力经济发展八项措施的通知》	鼓励支持发展夜市经济、鼓励支持开办便民市场、允许大型商场店外促销、允许临街商家店外促销宣传、允许快递企业临时占道派送、免除商家相关费用、实行审慎包容监管

出台时间	地区	出台文件	政策详情
2020/5/30	宜昌市	《关于开展城区重点商圈夜间及节假日出店经营试点的通知》	自5月31日起至7月31日，每天18时至次日凌晨6时及节假日全天，9处重点商圈准许出店经营，不得占用盲道和消防通道，不得经营露天烧烤，原则上饮食和百货应分类设置经营区。
2020/5/31	黄冈市	《关于市区开放临时便民服务点的公告》	在市区部分街区设立地摊经济临时便民服务点，除夏季瓜果外的其它临时便民服务点开放时间，暂定6月1日——12月31日止。
2020/5/31	广安市		广安市合理规划设置了107个临时便民服务点，引导售卖小百货、蔬果、修理、擦皮鞋、特色小吃等流摊进入便民服务点，实行定点、定时规范管理。
2020/6/1	荆州市	《关于在县城区划定区域内允许临时经营的通告》	暂定自6月1日起至10月1日止，允许指定经营种类在指定区域、指定时间设立临时经营摊点。
2020/6/1	大连市	《关于确定我市第一批商业外展外摆地段并加强管理的通知》	明确了商业外展外摆要求及第一批商业外展外摆地段名单，包括37家商业综合体、13条特色商业街、4个休闲广场和3个早夜市。
2020/6/1	长沙		该规范点可容纳20多个摊位，每个摊位均会发放“准入证”，按照“一街一策、一点一策”进行合理引导。
2020/6/1	郑州市	《关于贯彻以人民为中心的发展思想进一步做好为民造福工作的意见》	培育夜间经济有序发展市集。各县（市、区）、开发区要明确规划布点，落实管理措施，充分利用广场、公园等公共场所和闲置土地，按照定时间、定地点、定业态、定费用、定管理的原则，设立市集和特色跳蚤市场。
2020/6/2	哈尔滨	《哈尔滨市利用城市公共空间 搞活流通促进消费的“十条措施”的通知》	拓展市场摊区范围、开辟临时摊点摊区、开办小区临时市场、允许商家店外经营、开办商品促销活动、允许快递人员临时占道派送、减免业户相关费用、实行包容监管机制、实行负面清单管理、搞好服务保障。
2020/6/2	济南市	《关于推动济南夜间经济提质升级打造“夜泉城”2.0版的若干措施》	打造兼顾城市管理和市民需求的夜市经济“示范区”；规范开展“店外设摊”试点，适度放开有条件地摊夜市经营，允许限时占道经营；规划引导地摊夜市经营，鼓励有条件的区县结合当地文化特色合理规划传统地摊夜市。
2020/6/2	南宁市	《关于做好占道经营、马路市场、流动商贩等服务工作的指导意见》	一是允许设置临时摊点摊区。二是允许临街店铺跨门槛经营。三是允许大型商场在红线范围内开展户外促销活动。四是允许流动摊贩在小街小巷、小区周边等区域贩卖经营。
2020/6/2	甘肃省	《甘肃省公安机关助力保障地摊经济发展“五维护两便利”》	推出七项举措助力保障“地摊经济”
2020/6/2	石家庄	组织召开释放“地摊经济”工作推进会	各区要本着“一街一策、一店一策、一域一策”的原则科学评估设置点位，细化设置方案，实现区域设置的便民性、科学性和可行性。另外，各区城管局要配合相关部门，形成联运机制，加强监管。
2020/6/4	广州	《广州市疫情常态化防控期间允许部分区域商家(个体户)临时借道经营工作方案》	可以允许部分区域具备实施基本条件的商家(个体户)临时借道经营。对不影响交通和居民正常生活的商场、超市、步行街、酒吧街、批发市场、餐饮店等商家(个体户)可以适当延长夜间借道经营时间。

资料来源：广州发改委等，华创证券

（二）“地摊经济”并非首次使用，以往政策效果如何？

发展“地摊经济”，目的在于缓解就业压力。新冠疫情对国内经济影响巨大，尤其是中小企业面临倒闭，农民工回流受限，导致失业人数大幅增加，我国当前就业规模缩小、失业率回升及主要群体就业压力较大，此前总理提

到“西部有个城市，按照当地的规范，设置了 3.6 万个流动商贩的摊位，结果一夜之间有 10 万人就业”，鼓励各地发展“地摊经济”，解决就业问题。

推广“地摊经济”政策并非首次，此前政策效果显示，放松流动商贩管理确实能够降低国内失业率。梳理个体商户管理相关政策发现，历史上我国多次放松对于流动商贩的管理，并且每次放松均会对就业产生拉动作用。50 年代，国内出台《关于城市私营商业社会主义改造的意见》，规定城市摊贩作为社会主义改造的内容被正式列入登记管理对象、商事登记豁免中断。此后 20 年个体营业和民间经营作为“资本主义尾巴”处于政策不允许和法律禁止的范围内。

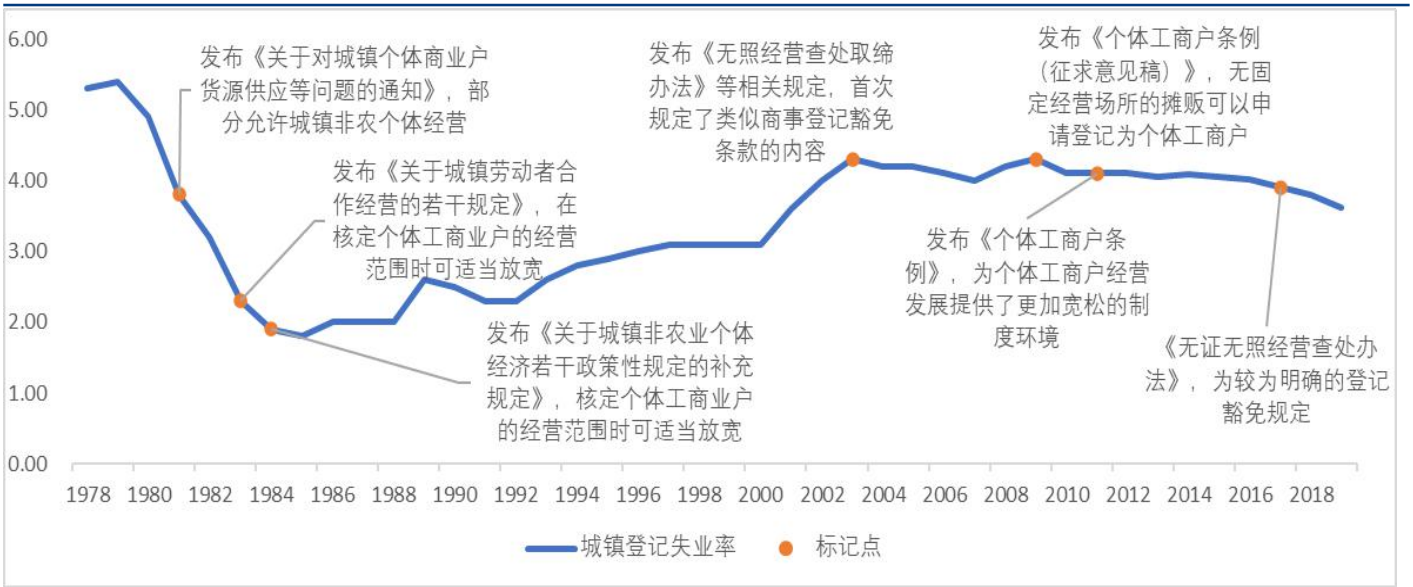
1981 年，随着社会主义市场经济兴起，我国《关于城镇非农个体经济若干政策性规定》，放宽流动商贩管理政策，部分允许城镇非农个体经营，1983 年，我国进一步出台政策规定城镇个体工商业者或待业青年、社会闲散人员等可从事个体经营，并且出台《关于城镇非农业个体经济若干政策性规定的补充规定》，规定个体工商业户的经营范围时可适当放宽，直接催生了 80 年代“地摊经济”火热，同时也助推了 80 年代初期我国失业率大幅走低。

2003 年，我国出台《无照经营查处取缔办法》等相关规定，首次规定了类似商事登记豁免条款的内容，如确定“农民在集贸市场或者地方人民政府指定区域内销售自产的农副产品”不属于无照经营行为，不应列入对无照经营的查处、取缔范围，农民工就业渠道得到扩展，我国失业率再度下行。

2009 年，受金融危机影响，国内经济压力加大，失业率有所回升，国务院发布《个体工商户条例（征求意见稿）》，规定无固定经营场所的摊贩可申请登记为个体工商户，登记事项不包括经营场所。该征求意见稿于 2011 年发布，后经两次修改，国内失业率也有所下行。

2017 年，国务院发布《无证无照经营查处办法》，规定部分活动在依法情况下没有办理工商登记从事经营的，不属于无证无照经营，再度放松流动商贩管理。随后，我国失业率再次出现明显下降。

图表 2　从历史来看，放宽个体工商户经营范围后，一般失业率呈下降趋势



资料来源：wind，华创证券

以往政策放松对消费影响不一，对社零提升并不显著。从 2002 年我国发布社零数据以来，2003 年、2011 年以及 2017 年流动商贩管理政策放松后，国内社零增速均未出现上行，而 2009 年国务院发布《个体工商户条例（征求意见稿）》时，叠加当时汽车购置税减免以及以旧换新等政策共同推动下，社零增速有所上升，因此，其对社零的拉动效应并不显著。

图表 3 从历史来看，放宽个体工商户经营范围后，社会零售总额并未出现明显上行趋势

资料来源：wind，华创证券

（三）本次推广“地摊经济”政策可能产生的带动效果

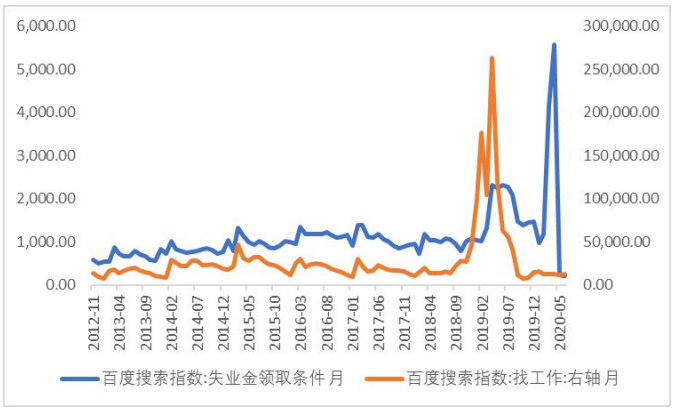
本次推广“地摊经济”虽与此前放松个体工商户管理本质相同，但在具体操作和宏观环境方面仍然存在较大区别。

首先，本次并非传统意义上的“放松流动商贩管理”，而是主动鼓励各地区以及社会具有意愿的人员进行“摆摊”，因此，在受到上层政策鼓励后，各地区及时热情响应，在短短 10 天之内便有 20 余个城市出台相应政策措施，这在此前并未出现。

其次，本次经济环境与此前存在差别，今年我国受新冠疫情冲击，就业和消费问题亟待解决，且受疫情防控措施影响，国内经济活力急需提高，因此，政策出台后，各地快速开展实践行动，“地摊经济”进展火热。因此，本次政策效果或更好。

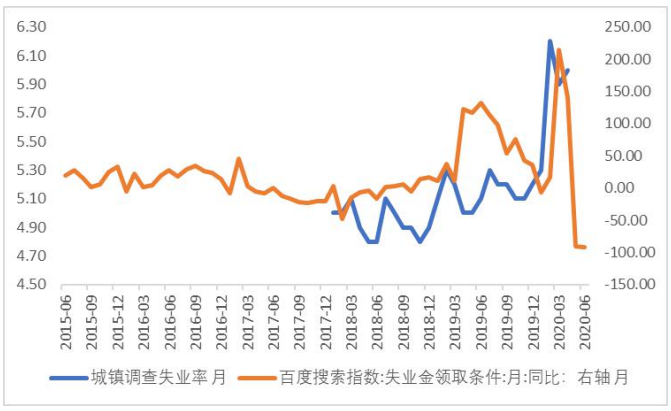
从政策效果来看，推广“地摊经济”大概率仍将推动我国失业率逐步走低，对国内消费或也将产生部分带动作用。从就业来看，“地摊经济”能够创造部分就业岗位，自 3 月出台政策允许商贩临时占道经营以来，截至 5 月 21 日，成都已增加就业岗位超 10 万个。根据百度失业金领取条件搜索指数，其与百度找工作搜索指数走势基本一致，找工作的搜索热度上行，则可能意味着部分失业人员找到工作，从而失业金领取条件搜索指数便会降低，就本次而言，受疫情冲击 2~4 月我国失业人口增加，百度失业金领取条件搜索指数大幅上行，与此同时，百度找工作搜索指数未明显增加，显示疫情影响下，返乡待业农民工或被辞退人员并未积极寻找工作，在这种情况下，5 月以来百度失业金领取条件搜索指数显著走低，在未找到其他工作的情况下搜索失业金领取条件人数大幅走低，或显示部分失业人员实现了“自主再就业”，或与 5 月以来多个城市快速发展“地摊经济”有关。而百度失业金领取条件搜索指数领先失业率指标，其明显走低或显示我国 5 月失业率或有所下行。

图表 4 失业金领取条件搜索指数明显走低，但找工作搜索指数未有回升



资料来源：wind，华创证券

图表 5 百度失业金领取条件搜索指数领先失业率



资料来源：wind，华创证券

从消费来看，当前国内消费恢复仍偏缓慢，一方面，受失业以及收入减少影响，随着多个城市推动本地“地摊经济”发展，就业状况改善，消费或略有改善；另一方面，受疫情冲击，民众居家以及社交隔离影响下，居民消费意愿有所降低，而“地摊经济”兴起后，城市“烟火气”提升或对本地消费产生积极效应。但从以往政策对社零的推动效果来看，本次政策推广“地摊经济”对社零增速的影响仍待观察。

二、消费券对消费拉动效应如何？

新冠疫情爆发以来，我国经济受到严重冲击，尤其是经过严格的封闭措施后，中小微企业压力加大，失业率抬升，对居民消费影响巨大，从经济数据恢复速度来看，3、4 月份社零消费累计同比增速恢复速度慢于投资，单月同比增速恢复速度慢于工业，显示消费受影响较大。3 月 20 日以来，各地区开始发放消费券拉动居民消费，“消费券”的拉动效果对后续消费恢复速度产生较大影响，值得深入探究。

（一）全国多个城市集中发行消费券，发行量较为可观

各地密集发行消费券，总金额或达 250 亿以上。为应对疫情冲击，3 月初以来，在加大消费刺激政策的支持下，全国各地开始发放消费券促进本地消费，2020 年 5 月 8 日，商务部副部长王炳南在国务院联防联控机制新闻发布会上表示，初步统计，疫情发生以来，全国有 28 个省份、170 多个地市统筹地方政府和社会资金，累计发放 190 多亿元的消费券，平均每个地市发放金额超 1 亿，其中多地抓住五一小长假刺激消费机会，仅 4 月 30 日当天就有 30 多个城市同时在支付宝发放消费券。据不完全统计，5 月 8 号至 5 月末，各地发放的消费券总量在 25 亿以上。

6 月来看，各地消费券发行持续，统计显示各地发放金额约为 12 亿元以上，另外，6 月 3 日北京宣布，6 月 6 日至十一黄金周，北京将分批发放 122 亿消费券，平均每个月发放 24 亿左右，力度属全国最大，涵盖餐饮、购物、文化、旅游、休闲、娱乐、教育、体育、健身、出行等 10 大领域，或对期间北京消费产生较大刺激效应。

图表 6 5 月以来全国多个城市发行消费券

发放时间	地区	金额/万	发放详情
2020/5/1	北京市	5000	从北京市国有文化资产管理中心获悉，总额达 5000 万元的北京市惠民文化消费电子券 2 日启动发放。
2020/5/1	朔州	1000	朔州市于 5 月 1 日~31 日，推出云闪付 1000 万元电子消费券，覆盖吃、穿、用、住、行等民生场景。
2020/5/1	临汾市	5000	临汾市从“五一”小长假开始启动 5000 万元消费礼包大派送活动，在商贸、旅游等领域投放资金。
2020/5/1	吕梁	2000	政府补贴、银行助力、商户让利方式，由财政投放 2000 万元消费券、银行和企业让利 2000 万元
2020/5/1	运城市	11000	至 7 月 31 日，通用券 2000 万，家电 1000 万，汽车 2000 万，商业性消费券 6000 万，合计 1.1 亿元。
2020/5/1	烟台市	3000	分六轮共投放 3000 万元消费券，促进消费提振信心，加快经济全面复苏。

发放时间	地区	金额/万	发放详情
2020/5/1	阿勒泰	1000	在线发放 10 万张总价值 1000 万元的旅游电子消费券,并推出千万航空大礼包、万张床位免费住的活动
2020/5/1	张家口	600	至 12 月 31 日，张家口市将发放 600 万元消费券，所有在张家口市境内消费的群众，均可申领。
2020/5/5	上海	嗨购节	腾讯、拼多多、阿里巴巴、苏宁多家电商企业对购物节进行折扣+红包+现金补贴进行促消费活动。
2020/5/6	延吉市	2000	为促进居民消费将投入 2000 万元,于 5 月 6 日举办消费季活动。
2020/5/7	成都市	20000	在财政统筹安排补贴资金 2 亿元基础上，动员参与商家和平台企业让利优惠约 7.5 亿元。
2020/5/9	济南市	2000	投入总规模超过 2000 万元。其中 1000 万元以电子消费券形式发放，在餐饮、零售与住宿行业使用。
2020/5/9	洛阳市	5000	统筹发放 5000 万元社会消费券，加大对餐饮、住宿、商贸、文化旅游等服务业的支持。
2020/5/10	福州市	4900	共发放 70 万份,总计 4900 万元的消费券,进行促进消费回补回暖活动。
2020/5/11	温州市	10000	温州将投放第三期消费券。本期共面向全市投放 143.95 万份券包，发放总金额约 1 亿元。
2020/5/12	广安市	1000	发放 2 万张 50 元等额 “惠民消费券”，该消费券可在 150 家参与活动的餐饮商户使用。
2020/5/12	连云港	500	“518 全球购”网络购物平台第一期消费券将于每天 0 时发放。线上消费券总发放金额 500 万元，
2020/5/12	天津市	6000	出台促投资扩消费稳运行举措,向全市投入消费券 6000 多万元。
2020/5/14	大连市	300	大连市发放 300 万元旅游惠民消费券,每张面值 20 元,共发放 15 万张。
2020/5/15	荆门市	1100	发放 52.25 万张总额 1100 万元消费券,开展促消费活动，可对百货、超市、文旅、餐饮住宿等使用。
2020/5/15	重庆市	500	线上消费券总发放金额 500 万元，参加本活动的商家众多。
2020/5/19	聊城市	500	聊城发放 500 万元消费券，金额共计 500 万元。
2020/5/19	浙江省	22000	浙江省文化和旅游厅宣布通过支付宝等互联网平台发放 2.2 亿元消费券
2020/5/20	金华市	30000	汽车消费补贴消费券 1 亿元、家电消费券 4000 万元、普通消费券 1.48 亿元、特惠型消费券 1200 万元。
2020/5/22	阳泉市	7000	阳泉市消费券发放总规模 7000 万元，消费券发放活动自 5 月 25 日正式开始，到 6 月底结束。
2020/5/22	南浔	800	首轮 800 万元限期电子消费券已在支付宝 APP 上发放，领取之后 14 天内未使用会自动失效。
2020/5/23	青岛市	2500	计划投入 2500 万元财政资金，通过青岛市文化消费公共服务平台分批发放文化惠民消费券
2020/5/25	江苏省	5000	2020 年江苏将发放 5000 万元体育消费券，其资金来源于江苏省级体彩公益金。
2020/5/28	兰州市	2000	总价值 2000 万元的“千万豪礼惠金城”消费券将正式开始在兰州市投放。消费券将分三批投放。
2020/5/29	潍坊市	1500	本次中心城区总发放额度达到 1500 万元，在中心城区发放的基础上，各县市将同步开展消费券活动
2020/5/25	大连市	31500	通过云闪付 APP 助发各类惠民消费券预计达到 3.15 亿元。消费节将一直持续到 10 月底。
2020/5/30	合肥市	4000	合肥将发放第二轮 4000 万元消费券，鼓励在肥消费者进店消费，扶持合肥商家拉动消费。
2020/5/31	福州市	3500	第三轮消费券将于 5 月 30 日上午 10 时整点发放，共 70 万份，总计 3500 万元。
2020/6/1	南平市	600	消费促进月第二期消费券将在 6 月 1 日至 3 日每日上午 10 时整点发放，总计 12 万份 600 万元。
2020/6/1	漯河市	60000	至 6 月 30 日，漯河市设置 4 个全天候开放的集中展销点，以及经开区中山公园 1 个夜间集中展销点。
2020/6/2	拉萨市	3000	在全市范围内免费发放 3000 万元消费券。消费券发放和有效使用时间自 6 月 6 日起持续至 7 月 20 日。
2020/6/2	山东	200	消费券为电子代金券，分为通用券、演艺券和旅游景区券三种。其中通用券和旅游景区券设六种面值。
2020/6/3	宁波市	3400	第二期活动预计总投入近 8000 万元，财政出资 5000 万元。
2020/6/3	天水市	1000	6 月 1 日至 9 月 10 日期间,将发放 1000 万元消费券
2020/6/3	北京市	122 亿	于 6 日至“十一”黄金周发放 122 亿元消费券，涵盖餐饮、购物、文化、旅游、休闲等 10 大领域。
2020/6/4	重庆市	11900	在重庆发放总计 1.19 亿元消费券。6 月 6 日至 12 日，重庆市民可以上支付宝搜索“消费券”领取。
2020/6/4	南浔	600	6 月 5 日至 6 月 15 日，本轮电子消费券共投放总金额 600 万元，领取后 10 天内有效，。
2020/6/4	青岛	800	6 月 6 日至 30 日，美团、大众点评第二、三阶段用于餐饮、酒店、景区 1000 万元惠民消费券发放。

发放时间	地区	金额/万	发放详情
2020/6/4	禅城	2000	派发的 2000 万元家电消费券将于 6 月 6 日 0 时到期，家电消费券过期将直接注销。

资料来源：人民网等，华创证券

（二）消费券对社零拉动效应较为显著

1、发放地区和未发放地区相比，消费券拉动效果较大

发放消费券地区和未发放地区相比，发放地区消费券对消费的刺激效应较为明显。由于消费券按城市发放，因此若观察各省份的社零增速，并不能很好的反应消费券带来的刺激效果，考虑到仅有江苏、浙江等省份会公布部分城市零售销售额，全国大部分城市的消费数据未有月度数据统计，因此我们主要分两个维度来对消费券对各城市的影响进行分析。

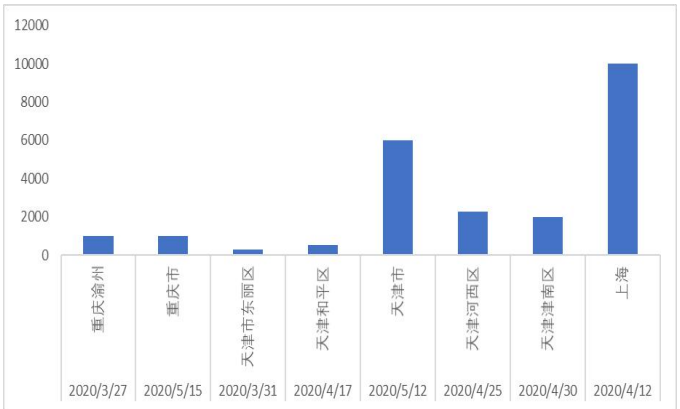
一方面，从北京、上海、天津和重庆四个直辖市的社零消费来看，越早发放消费券的直辖市，社零恢复速度越快。其中，由于天津市统计数据到 2019 年 12 月，因此主要看北京、上海和重庆。**从消费券发放时间来看，重庆从 3 月便开始发放消费券，为四个直辖市中消费券发放的先行者。**3 月 27 日重庆·渝中春夏消费季开幕，渝中区人民政府正式宣布向全市市民发放近千万元微信电子消费券，活动持续到 6 月 30 日；随后，重庆两江新区随继推出发放消费券在内的一系列措施推动经济恢复；从 5 月-6 月共 9 周，每周一 9 时在“云闪付”平台发放各种形式消费券和个性化优惠，金额共计 7000 万元，消费者最高可抵扣 100 元。

上海从 4 月开始通过龙头企业启动消费券发放，助推消费。4 月 3 日至 12 日的“春季时尚消费周”，上海新世界城联合支付宝等平台发放 500 万元消费抵用券；国美、永乐则在 4 月 18 日至 5 月 5 日面向上海居民发放超 1 亿元的消费补贴，覆盖家电消费的各个品类；上海苏宁易购 4 月中旬至 6 月 30 日面向上海消费者发放 3 亿元苏宁消费券，覆盖消费电子、电器、母婴、百货、快消、售后服务等全领域。

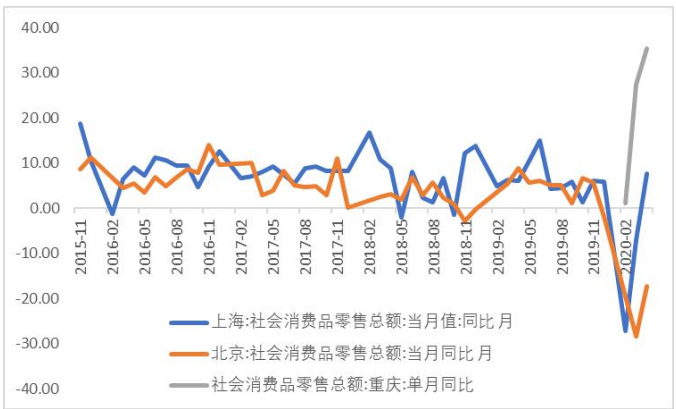
北京从 6 月开始陆续发放百亿消费券，拉动消费回暖。6 月 6 日，北京消费季正式开启，122 亿元消费券也将于期间发放，其中，首批 300 万张北京消费券已在京东 APP 发放。

从北京、上海和重庆的月度社零数据来看，重庆市恢复最快，上海次之，北京最慢。由于重庆从 3 月底便开始发放消费券，因此 3 月和 4 月重庆市社零均有受到消费券一定影响，从社零单月增速来看，重庆市 3 月和 4 月社零增速大幅增加，4 月单月增速达到 30%以上（重庆市 2018 年月度社零数据缺失，因此只列其 2020 年以来数据）；上海市从 4 月上旬开始发放消费券，对 4 月社零带动较为显著，上海 4 月社零增速大幅回升并转正至 7%以上，北京方面，一方面受此前疫情管控依旧较为严格，4 月底才解除封闭；另一方面，北京也未发放消费券等刺激消费，因此，北京社零增速回暖速度较慢，4 月降幅仍在 17%左右，由于北京消费能力为全国第二，因此对全国社零增速拖累效应较为明显。

图表 7　直辖市发放消费券情况



图表 8　重庆社零消费单月恢复速度最快，北京最慢

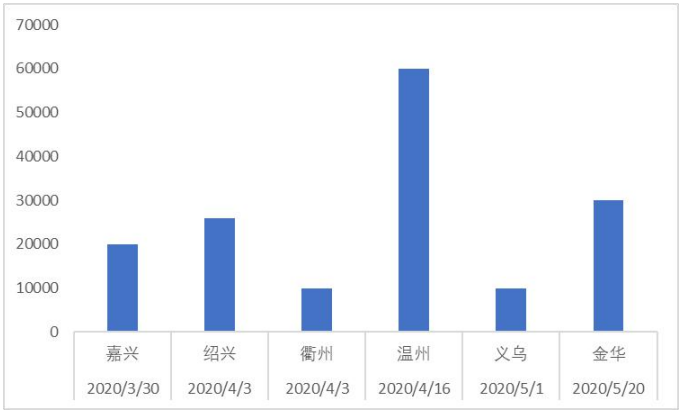


资料来源：wind，华创证券

资料来源：wind，华创证券

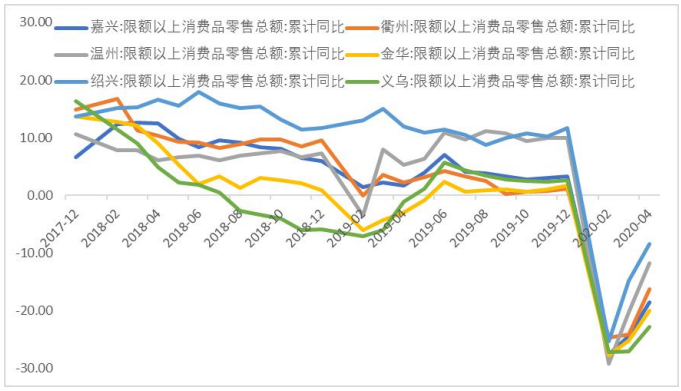
另一方面，从同省份不同城市不同时间段发放消费券对社零增速的影响来看，效果同样较为显著。以消费大省浙江省为例，各城市间分化较小，本次浙江省部分城市消费券发放时间较早，如嘉兴、绍兴、衢州、温州等城市均在3月底或4月份便开始大规模发放消费券，但金华和义乌则在5月份才启动消费券发放，这导致金华和义乌与前面几个城市社零增速恢复出现差异，从规模以上零售销售累计同比增速来看，嘉兴、绍兴、衢州、温州消费增速跌幅均在4月收窄至-20%以内，而义乌和金华分别为-22%和-20%的较低位置。

图表 9　义乌和金华从5月开始消费券发放



资料来源：wind，华创证券

图表 10　义乌和金华社零恢复速度最慢



资料来源：wind，华创证券

2、发放行业和未发放行业相比，消费券拉动效果也较为显著

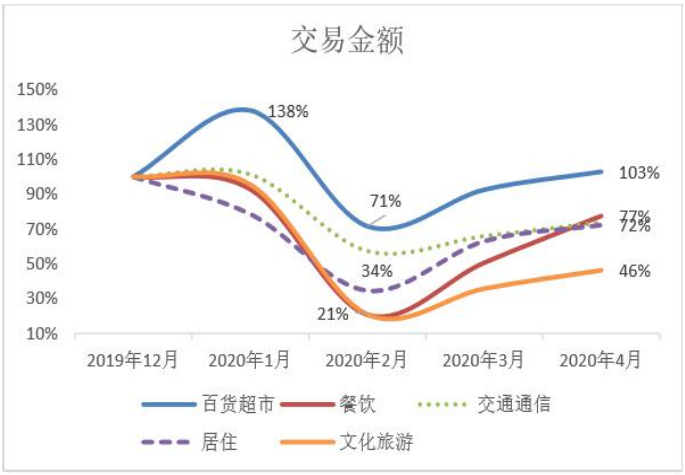
餐饮、文化旅游、商超和体育是消费券覆盖主要领域。消费券覆盖范围较为广泛，如北京发放消费券则涵盖餐饮、购物、文化、旅游、休闲、娱乐、教育、体育、健身、出行等10大领域，根据3月以来各地发放的消费券来看，餐饮、文化旅游、商超和体育是消费券覆盖的主要领域，一方面，由于餐饮、文化旅游和体育受疫情影响较大，且为非必需类消费，若不出台政策进行刺激，恢复较慢；另一方面，这几类消费弹性较大，商超以及线上消费等能够短时间内带动较大消费额，因此政策刺激效果或较为显著。

消费券对主要覆盖范围的消费提振作用较为明显。5月15日北京大学国家发展研究院发布林毅夫教授指导的研究报告《消费券的中国实践》中根据腾讯微信支付金额对消费券对不同行业影响进行分析，显示经过3月和4月全国各地大力发放消费券，百货超市的交易金额已经达到甚至超过了2019年12月水平，餐饮业交易金额也恢复到77%，但受居民出游仍较为有限，文化旅游的消费下降仍然幅度很大，为去年12月的46%，而消费券支持力度较小的交通通信和居住行业消费回升幅度较为有限。

图表 11 消费券覆盖领域较为广泛

资料来源：数读财经，华创证券

图表 12 消费券重点支持行业微信交易金额明显增加



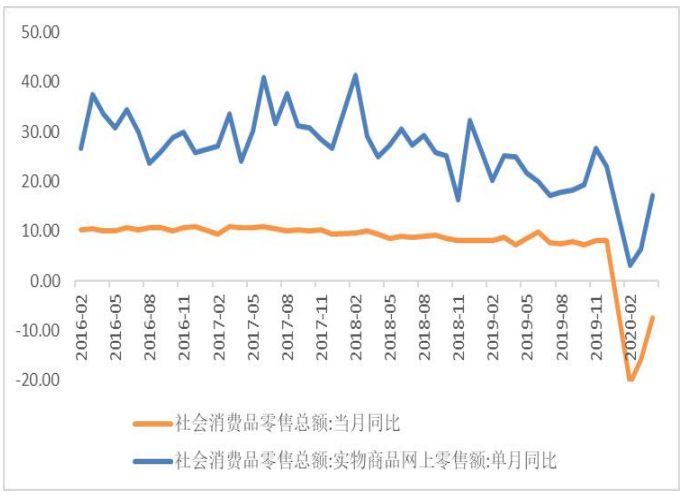
资料来源：北大国发院，林毅夫，《消费券的中国实践》，华创证券

3、消费券总体拉动效果较好，线上消费受影响显著，核销率和杠杆率均偏高

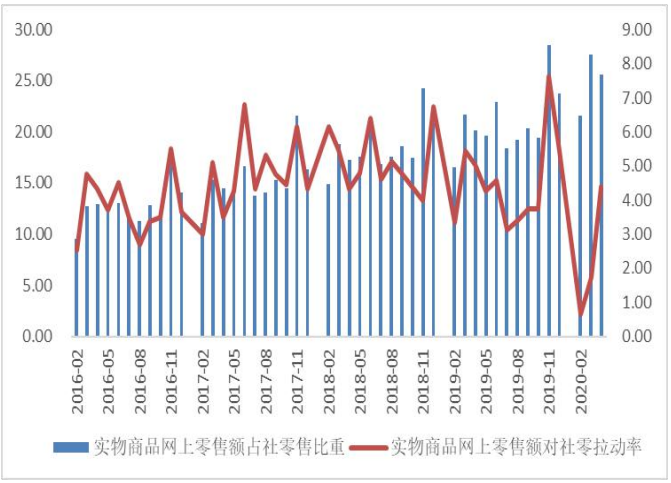
对于社零而言，考虑到消费支出中仅餐饮消费和实物消费计入社零，而这两种为各地主要消费券发放方向，文化旅游、体育等行业，虽然消费券也有覆盖，但当前恢复依旧较低，因此消费券对社零的拉动效果相对于整体消费支出而言或更为显著。

从消费券对社零整体拉动效果来看，多地消费券发行采用电子消费券形式，对线上消费的带动作用较为显著。由于绝大多数地区消费券均通过线上支付宝、微信、京东等平台进行发放，更有天猫、拼多多、滴滴打车、美团等网络消费 APP 参加，如苏宁在上海发放 3 亿消费券均以电子券的形式，在线上苏宁易购 APP、线下各业态门店等各个渠道发放，通过线上线下联动，促进消费回补，叠加疫情期间，部分消费者仍然谨慎出行，因此消费券对线上消费的带动作用更为显著。根据微信和美团 5 月 5 日联合发布的数据，“五一”假期 3 天内，微信电子消费券带动消费 9 亿元，不仅以近 10 倍杠杆撬动线上消费，还进一步推动了线下消费活力的释放。从社零线上和线下消费量增速来看，其中实物网上零售额增速快速回升，4 月已经回升到 17.11%，接近疫情前增速水平，而其在社零中占比也在 3 月达到 27.6%的相对高位，对社零增速的拉动率更是在 4 月份达到 4.38%，而其他类型商品对社零打动率则依旧为负。

图表 13 消费券对线上消费带动显著



图表 14 网络消费对社零增速拉动率达到 4 个百分点

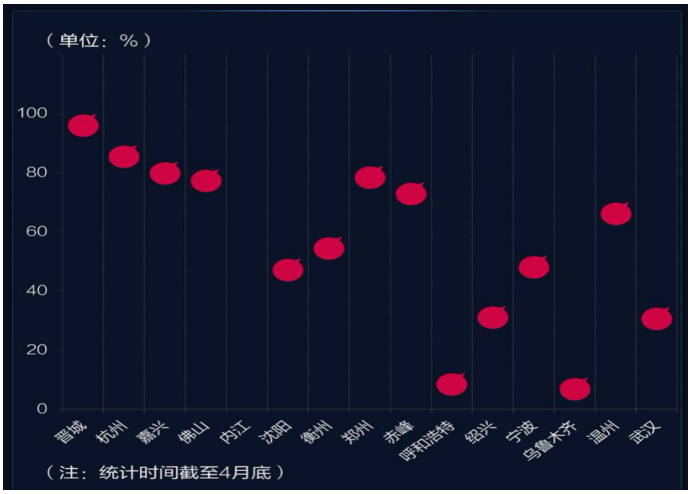


资料来源：wind，华创证券

资料来源：wind，华创证券

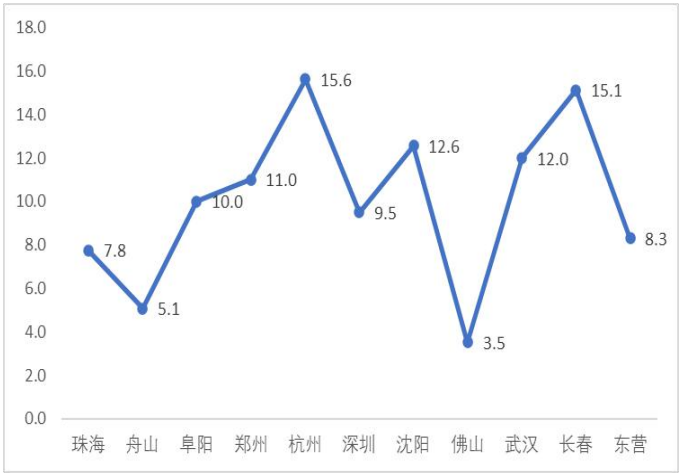
从消费券核销率和杠杆率来看，平均核销率和平均“乘数效应”均较高，对消费拉动较为显著。从核销率来看，不同地区核销率略有不同，东部沿海和中部地区核销率整体偏高，而呼和浩特、乌鲁木齐、沈阳等地区核销率则偏低，整体核销率或在六七成左右；从杠杆率来看，各地表现也不一致，如郑州首期发放 5000 万元消费券，发放两日核销 1152.4 万元，带动消费 1.28 亿元，“乘数效应”11 倍；山东东营发放第一期总额 1650 万元的消费券，带动消费 4011.7 万元，“乘数效应”8.3 倍。蚂蚁集团 CEO 胡晓明曾表示，3 月份以来，全国超 100 个城市通过支付宝发放数字消费券，平均“杠杆效应”超过 8 倍，最高达到 15 倍。

图表 15　部分地区消费券使用核销率



资料来源：数读财经，华创证券

图表 16　部分地区消费券“乘数效应”较高



资料来源：证券时报，华创证券

（三）消费券能否成为常规刺激“武器”，为下半年消费保驾护航？

消费券较高的杠杆效应已经开始体现，其对社零乃至整体消费带动效果主要取决于其能否在更大范围推广以及推广时间能够持续多久。从当前消费券的发放地区来看，主要集中在中部和沿海地区，其中浙江省大部分城市均有发放消费券，发放金额较大，除此之外，北京、湖北、广东、河南、四川、江苏、安徽等地发放规模也较大，西部地区覆盖面则较为有限，且主要集中于四川省等地。由于发放消费券多为地方财政出钱与企业让利相结合，因此消费券对地方经济水平及地方政府自身财力相关性较大。

部分城市消费券持续数月，但多城市消费券发放已经基本结束，未来消费券能否持续有待观察。从各地消费券发放和使用时间来看，多市消费券采用为期 1~2 个月多轮发放的方式，其中活动日期为 5~6 月居多，部分城市延续至 9~10 月，如北京消费券从 6 月 6 日 10 点开始发放至“十一”黄金周后结束，甘肃天水市则为 6 月 1 日至 9 月 10 日期间发放 1000 万元消费券，就 6 月份以来发放消费券的地区来看，多为延续此前活动继续发放第二期、第三期等消费券，因此，后续当前发放消费券为应急的“救助型”措施，能否成为一个常规化的方法继续使用仍有待观察。

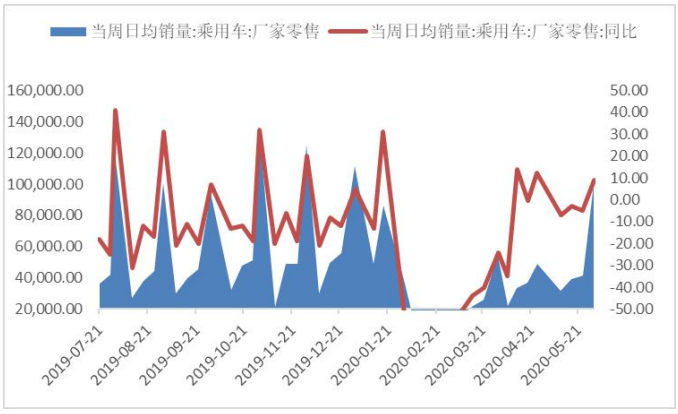
三、汽车消费为何回升速度如此之快？

（一）4 月以来汽车消费快速回升，对社零拉动明显

4 月份以来，随着汽车行业复产复工的持续推进，汽车消费迅速好转。从汽车行业复工进度来看，由于汽车产业链各个环节联系较为密切，随着欧美主要国家疫情爆发，国内汽车行业复工受到冲击，3 月底汽车经销商复工率为 70%左右，4 月汽车行业复工推进有所加快，至 5 月初，汽车生产以及经销复工基本完成。从汽车销售来看，3 月受整个行业复工有限影响，汽车销售增速跌幅依旧较大，但 4 月以来，汽车消费修复速度明显加快，乘联会周度汽

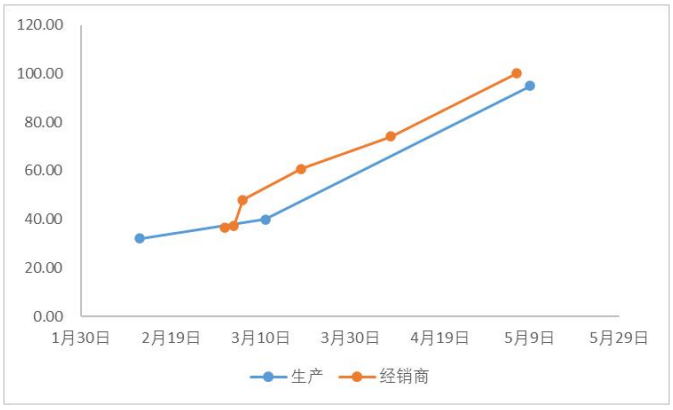
车销售量已经基本回升至去年水平；5 月来看，乘联会汽车销售数据继续显著好转，月度同比回正，汽车消费修复速度较快。

图表 17　5 月乘联会汽车销售数据回正



资料来源：wind，华创证券

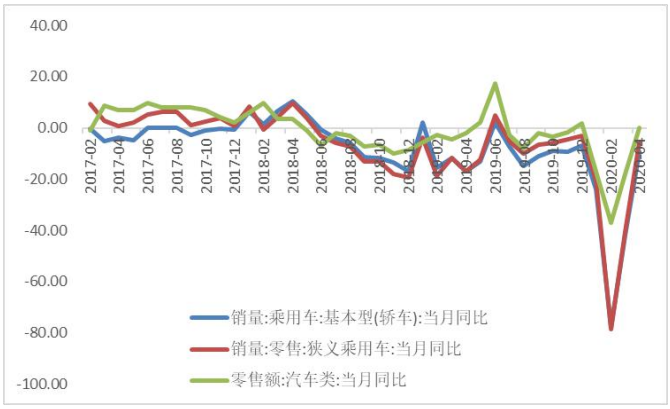
图表 18　汽车行业复工进度



资料来源：wind，华创证券

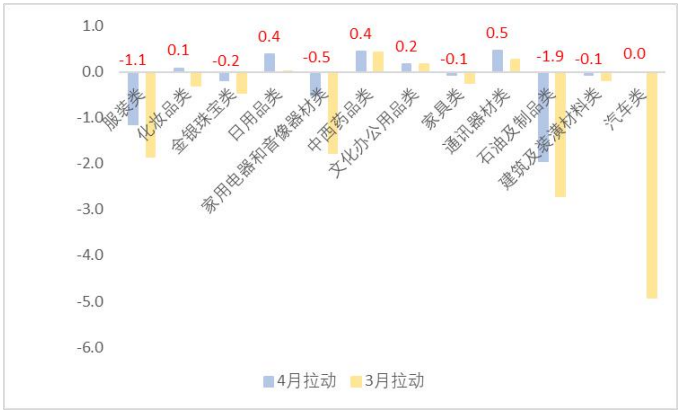
汽车成为带动社零增速跌幅收窄的主要原因之一。对从社零构成来看，4 月社零增速明显回升，但各分项表现并不一致，我们将社零中各个分项对社零的拉动率进行测算，对比 3 月和 4 月各分项拉动效应，显示 4 月对社零拉动改善最大的依次为汽车、家用电器和音像器材类、服装鞋帽针纺织品类、石油及制品类，拉动率分别回升 4.9%、1.25%、1%、0.8%，综合拉动率接近 8 个百分点，贡献了 4 月社零增速回升幅度的绝大部分。其中影响最大的莫属汽车消费，4 月同比抹去 3 月全部跌幅转为 0，占社零比重也较 3 月明显上升，至 30.5%。考虑到汽车为支出相对较高，在当前收入相对较低、失业人数较高的情况下，汽车消费为何能够快速回升？一方面，受 2、3 月份积压的汽车需求集中释放影响；另一方面，此前我们曾经提到，只有直接降低购车成本的政策对汽车销售的带动才较为明显，近期汽车消费能够快速回升，主要受各地出台的直接补贴型促汽车消费政策带动。

图表 19　4 月汽车销售数据快速回升



资料来源：wind，华创证券

图表 20　4 月汽车对社零的拖累作用已经降为 0



资料来源：wind，华创证券

（二）多地区出台促进汽车消费政策，效果显著

从今年以来，各种汽车消费层出不穷，对其进行系统梳理后，我们将促进汽车消费分为国家层面、地方层面及限购地区 3 个层面分别分析。

1、国家层面鼓励促进汽车消费政策出台，引导各地稳消费

疫情爆发后，作为稳定消费乃至稳定经济的重要抓手，国家层面各部委出台了较多促进汽车消费政策。2 月底

国内疫情拐点到来后，工信部开始鼓励汽车限购地区适当增加汽车号牌配额，拉动汽车消费，随后发改委、商务部等 23 部分继续鼓励出台放松限购及新车和换车补贴政策；3 月底，国务院常务会议上，确定了促进汽车消费的三大举措，将新能源汽车购置补贴和免征购置税政策延长两年、以奖代补支持京津冀等重点地区淘汰国三及以下排放标准柴油货车、对二手车经销企业销售旧车减征增值税，车市提振政策再度加码；随后财政部出台《完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，确定新能源汽车补贴新方案，4 月底，发改委、科技部等 11 部门联合发文延长国六排放标准生产过渡期，通过“以奖代补”方式，支持引导重点地区完成淘汰 100 万辆的目标任务。

图表 21 中央各部委出台促进汽车消费政策

出台时间	部门	出台文件	政策详情
2020/2/25	工信部	《关于有序推动工业通信业企业复工复产的指导意见》	要积极稳定汽车等传统大宗消费，鼓励汽车限购地区适当增加汽车号牌配额，带动汽车及相关产品消费。
2020/3/14	发改委、商务部等 23 部门	《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》	鼓励汽车限购地区适当增加汽车号牌限额；加快 5G 网络等信息基础设施建设和商用步伐；
2020/3/23	商务部、发改委、卫健委	《关于支持商贸流通企业复工营业的通知》	稳住汽车消费，各地商务主管部门要积极推动出台新车购置补贴、汽车“以旧换新”补贴、取消皮卡进城限制、促进二手车便利交易等措施，组织开展汽车促销活动，实施汽车限购措施地区的商务主管部门要积极推动优化汽车限购措施，稳定和扩大汽车消费。
2020/3/31	国务院	国务院常务会议	确定将新能源汽车购置补贴和免征购置税政策延长两年；同时中央财政采取以奖代补，支持京津冀等重点地区淘汰国三及以下排放标准柴油货车
2020/4/22	商务部	《关于统筹推进商务系统消费促进重点工作的指导意见》	抓紧落实延长新能源车购置补贴和税收优惠、减征二手车销售增值税、支持老旧柴油货车淘汰等新政策新措施；配合完善机动车报废、二手车流通政策规章，加强法规标准贯彻实施；创新借鉴各地优化汽车限购、促进新车消费、加快老旧车淘汰、取消皮卡进城限制、完善汽车消费环境等做法。
2020/4/23	财政部等 4 部门	《关于完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》	将新能源汽车推广应用财政补贴政策期限延长至 2022 年底。平缓补贴退坡力节奏，原则上 2020 -2022 年补贴标准分别在上一年基础上退坡 10%、20%、30%。
2020/4/29	发改委、科技部等 11 部门	《关于稳定和扩大汽车消费若干措施的通知》	轻型汽车国六排放标准颗粒物数量限值生产过渡期截止时间，由 2020 年 7 月 1 日前调整为 2021 年 1 月 1 日前；加快补贴资金清算速度；通过“以奖代补”方式，支持引导重点地区完成淘汰 100 万辆的目标任务。

资料来源：发改委、财政部等，华创证券

2、地方层面出台直接补贴型政策，能够在相应期限内提前释放部分购车需求

多地出台促进汽车消费政策，汽车销售回暖较快。从 2 月 3 日佛山市首个出台促进汽车消费政策后，全国各地迅速跟进，较多地区均出台了促进汽车消费的具体政策，且不少地区直接给予大额补贴，据不完全统计，至今共有 27 个省市地区出台汽车消费刺激政策。其中，24 个省市地区出台直接购车资金补贴措施，截至目前，湘潭、广州、珠海、长沙、南昌、宁波、长春、嘉兴、山西、四川、郑州、重庆、武汉、陕西等地区都明确推出几千至上万元的购车补贴，如深圳市新购纯电动高级型或经济型乘用车补贴 2 万元/车，广州市将对个人消费者购买新能源汽车给予每车 1 万元综合性补贴等，补贴金额较大；还有部分地区如广州、天津等通过对使用环节给予充电补贴或电费消费券对新能源汽车进行定向补贴。

图表 22　各地出台直接购车补贴政策

出台时间	地区	出台文件	政策详情
2020/3/2	湘潭市	《关于出台促进吉利地产车在长株潭消费升级鼓励措施》	措施显示持有长沙、株州、湘潭本地身份证或暂住证的用户，湘潭经开区管委会一次性给予 3000 元/辆的购置税补贴，每人限购一台。
2020/3/4	广州市	《坚决打赢新冠肺炎疫情防控阻击战努力实现全年经济社会发展目标任务若干措施的通知》	从 2020 年 3 月至 12 月底，广州市将对个人消费者购买新能源汽车给予每车 1 万元综合性补贴。
2020/3/11	珠海市	《关于有效降低疫情影响促进经济平稳运行的实施意见》	对在珠海注册登记的汽车销售企业购买“国六”标准排量汽车的消费者给予补助。
2020/3/14	长沙市	《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》	消费者在指定经销商购买上汽大众长沙工厂等车企生产的车辆，并在长沙上牌的，可一次性获得裸车价款 3%的补贴，每台车最高补贴不超过 3000 元，该政策截至今年 6 月 30 日。
2020/3/25	南昌市	《南昌市战疫情促消费若干措施》	引导汽车消费升级，对疫情期间在南昌市范围内购买新车(含乘用车和商用车)，按 1000 元/辆标准给予购车人补贴。
2020/3/27	宁波市	《关于推进工业达产扩能稳增长的若干意见》	自 3 月 25 日至 9 月 30 日，消费者购买宁波本地生产、销售的乘用车并在本地上牌的，给予每辆车一次性让利 5000 元。
2020/3/29	长春市	《关于做好近期商贸领域促消费工作的指导意见》	每辆给予购车价格 3%的一次性补助，最高不超过 4000 元；鼓励更新换代，换新车给予一次性补助，最高不超过 5000 元；鼓励团体采购，5 辆及以上的每辆最高不超过 6000 元，截至 2020 年 6 月 30 日。
2020/3/30	嘉兴市	汽车消费券	10 万车价以下的是 3000 元，10 万以上 5000 元
2020/4/1	山西省	《关于实施汽车消费专项奖励的通知》	7 米以上的客车、载重 4.5 吨以上的中重卡车及同级牵引车等商用车型，每辆奖励 8000 元；轿车、SUV 及 MPV 等乘用车型，每辆奖励 6000 元；3.5 米以下车，每辆奖励 4000 元，奖励期限为 4 月 1 日至 12 月 31 日。
2020/4/3	广州市	《广州市促进汽车生产消费若干措施》	置换或报废二手车，在广州注册登记的汽车销售企业购买“国六”标准新车，每辆给予 3000 元补助。购买非插电混合动力汽车，每辆给予 6000 元补助。
2020/4/7	四川省	《2020 年四川省支持开展汽车下乡专项活动实施方案》	从 4 月 10 日至 8 月 10 日，全国范围内的农村居民购买参与活动企业生产的 3.5 吨及以下货车或者 1.6 升及以下排量乘用车，汽车生产企业在近一年内全国范围内最优惠价格基础上再给予农村消费者 1000 元/辆及以上的汽车下乡价格优惠。
2020/4/9	深圳市宝安区	《宝安区关于促进消费的若干措施》	最高给予每辆车 1 万元补贴。
2020/4/15	广东省	《广东省关于促进农村消费的若干措施》	汽车下乡专项行动，由广东省级财政针对在省内购买汽车下乡推广车型范围内的新车、并在省内完成机动车注册登记的广东省户籍农村居民进行补贴，购买新能源车补贴资金 1 万元/辆、购买燃油车补贴 5000 元/辆。

出台时间	地区	出台文件	政策详情
2020/4/27	郑州市		消费者购买郑州本地产乘用车新车（包含新能源汽车、皮卡），每辆可获5000 元消费返券。购车活动将于 4 月 28 日上午 10 时开始，5 月 31 日结束。
2020/4/28	重庆市	《关于鼓励汽车更新换代消费的通知》	在 4 月 1 日 0 时至 6 月 30 日 24 时期间，在重庆市注册登记的汽车销售企业购买了“国六”排放标准的换新乘用车新车，按程序成功申报并通过审核的前 2.5 万名消费者，将获得 2000 元电子消费券。
2020/4/30	深圳市	《关于应对新冠肺炎疫情影响促进深圳市新能源汽车推广应用的若干措施》	对新购新能源小汽车个人消费者给予综合使用财政补贴，其中新购纯电动高级型或经济型乘用车补贴 2 万元/车、新购插电式混合动力高级型乘用车补贴 1 万元/车。
2020/5/7	海南省	《省促进汽车消费临时性措施》	新能源汽车综合奖励实行总额控制，奖励资金总额不超过人民币 1.5 亿元，新能源汽车奖励总量不超过 1.5 万辆。奖励标准为每辆新能源汽车奖励人民币 1 万元。
2020/5/11	义乌市	《购车补贴政策》	5 月 10 日，浙江省义乌市推出了购车补贴政策，首期投放的补贴名额为 1 万个，按照车价进行补贴，最高每车补贴 2 万元，截止时间为 2020 年 6 月 30 日。
2020/5/14	武汉市	《促进汽车消费的实施细则》	从细则公布之日起至 12 月 31 日，包含燃油乘用车每辆车将按贩卖费用的 3%举行补助，5000 元封顶；新动力乘用车每辆补助 1 万元等。
2020/5/18	广州市花都区	额外补助 5000 元	花都区针对本地企业（东风日产）销售单台将额外补助 5000 元。
2020/5/21	黑龙江	《关于应对新冠肺炎疫情影响开展搞活流通促进消费系列活动的指导意见》	在鼓励购车部分，鼓励具备条件的汽车销售企业，采取打折、豪礼赠送等营销手段，促进消费回流。
2020/5/27	陕西省	《促进市场消费积极应对新冠肺炎疫情影响若干措施的通知》	有条件的市（区）对购买新能源公交车和燃料电池汽车，以及无车家庭购置首辆家用新能源汽车，可给予适当支持。
2020/5/28	甘肃	《关于进一步促进消费扩大内需的实施意见》	开展汽车与油银保联动促销活动。省市县政府投入 5500 万元对新购家用车辆给予补贴，对销售前 10 名的经销商分类给予最高 30 万元奖励，刺激汽车消费。
2020/6/1	乌鲁木齐		6 月 2 日至 7 日、6 月 13 日至 21 日，开展以旧换新活动，享受以旧换新补贴，补贴范围在 3000~12000 元。

资料来源：长沙发改委等，华创证券

直接资金补贴能够有效发挥政策效果，刺激汽车消费。此前我们对促进汽车消费的各种政策类型与同时期汽车消费增速进行对比，发现只有能切实降低购车成本的政策才能够较为显著的刺激汽车消费回升，如 2009 年、2015 年及 2017 年降低汽车购置税政策，以及 2009 年和 2010 年以旧换新及补贴政策，对汽车消费拉动较为显著，今年直接补贴力度较大，部分地区活动开始后 4S 店销售火爆，对 4~5 月汽车消费刺激较为显著。

3、限购地区适当增加指标，直接带动相应量的汽车刚性需求

限购松绑能够直接释放刚性需求，是提振汽车消费的重要手段。由于各地区汽车保有量以及交通路况有差别，当前全国共有七市一省实施限购政策，分别为北京、上海、广州、深圳、石家庄、天津、杭州和海南省。从 2~3 月国家层面反复出台鼓励放松限购政策，截至目前，除了北京和石家庄，其余限购城市都在今年相继出台放开限购的政策。其中，深圳市新增 1 万个购车指标、广州每月配置不少于 1 万个中小客车竞价指标、杭州一次性增加的 2 万个小客车指标、海南省每月配置 3 万个指标进行摇号、上海新增 4 万个非营业性客车额度、天津新增小客车个人增量指标配置额度 3.5 万个。由于限购城市具有汽车消费刚性需求，因此，放松限购增加指标后，将明显带动本地区

汽车消费。

与此同时，6 月 1 日北京市发布了《关于一次性增发新能源小客车指标配置方案（征求意见稿）》，拟在今年 8 月一次性增发 2 万个新能源小客车指标，全部向“无车家庭”配置；6 月 10 日，北京市商务局局长闫立刚称，北京将实施促进高排放老旧机动车淘汰更新方案，研究推出面向北京本市无车家庭优先配置购车指标的摇号新政。考虑到北京购车摇号等待时间较长，刚性需求较大，若后续落地，将会直接增加 2 万辆车消费量。

图表 23 各地区出台放松限购政策

出台时间	地区	出台文件	政策详情
2020/2/28	深圳	《关于统筹推进疫情防控和经济社会发展工作的若干措施》	提出要加快新增汽车指标放号，优先保障家庭首购需求。4 月 9 日，深圳市新增 1 万个购车指标，并适当放宽个人申请条件。
2020/3/4	广州	《广州市坚决打赢新冠肺炎疫情防控阻击战努力实现全年经济社会发展目标任务若干措施的通知》	加快推进落实 2019 年 6 月明确的新增 10 万个中小客车指标额度工作。4 月 3 日，广州市再次推出政策，每月配置不少于 1 万个中小客车竞价指标。
2020/3/24	浙江	《浙江省促进汽车消费的若干意见（2020—2022 年）》	鼓励放宽汽车限购措施，浙江省还将大力推广新能源汽车和清洁能源汽车，加快推进城市建成区公共领域车辆使用新能源或清洁能源汽车。
2020/3/25	杭州	《关于 2020 年一次性增加小客车指标的配置公告》	全市 2020 年一次性增加的 2 万个小客车指标。
2020/5/7	海南	《省促进汽车消费临时性措施》	5 月至 7 月，在每月 1 万个增量指标的基础上，将预计产生的 6 万个逾期未使用指标提前调剂使用，每月配置 3 万个指标进行摇号。
2020/5/20	上海	《关于促进本市汽车消费若干措施》	2020 年新增 4 万个非营业性客车额度。
2020/5/21	天津	《天津市促进汽车消费的若干措施》	2020 年内天津将新增小客车个人增量指标配置额度 3.5 万个。

资料来源：发改委、财政部等，华创证券

四、下半年国内消费如何走？

（一）“地摊经济”对社零的影响效果有待观察，若效果显现，或支持下半年社零增速回升

多地响应的“地摊经济”拉动就业的同时，或对消费也有部分刺激效应。对于“地摊经济”对社零的具体影响，可以从几个方面进行观察。一则，观察全国各地积极响应是否延续，考虑到农民工主要来源于低能级城市，因此尤其需要观察三四线及以下城市响应情况，若响应依然积极，则显示全国推广效应较好，对就业尤其是农民工再就业拉动效果或较好；**二则，**观察“地摊经济”对就业带动效应，若全国低能级城市响应积极，5~6 月失业率出现连续下滑，7 月由于高校毕业生增加，失业率反弹幅度有限，则显示其拉动就业效果较佳，对社零的积极影响或较为显著；**三则，**重点观察上海、陕西等从 5 月开始推广“地摊经济”的直辖市或省份 5~7 月社零变化情况，若回升速度有所加快，则表明除消费券等政策刺激外，“地摊经济”对社零也存在积极影响。

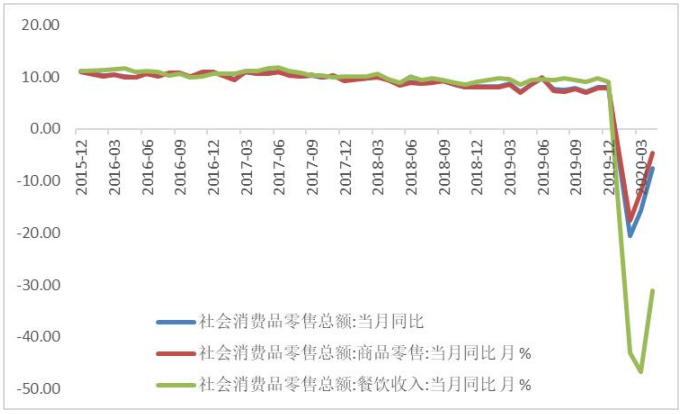
与消费券和购车补贴等具有时效性政策相比，“地摊经济”对社零的影响更偏长期。本次推广“地摊经济”，力度全所未有，摆摊内容主要集中在小吃或小商品售卖，而两者均在社零统计范围之内，与此同时，“地摊经济”与夜生活消费联系紧密，对正常餐饮消费的挤出效应较小，更多为“新增消费”，若对社零产生积极拉动，则会对未来一年的社零增速产生影响，后续随着基数抬升，其对社零增速的扰动逐步减弱。

（二）餐饮消费修复或有所加速，网络消费或仍偏强，弥补部分线下消费缺失

消费券刺激延续，餐饮消费回升速度或将有所加快。疫情对餐饮消费影响较大，一方面，餐饮业复工进度较为缓慢，4 月底中国饭店业协会表示，餐饮企业正陷入复工不复市的窘境之中，70.59%的被调查企业表示最困难的时间是 4 月至 5 月，5 月 20 日工信部发言人表示餐饮业复工率约为 87%，复市率或更低。因此，虽然部分城市 3 月下

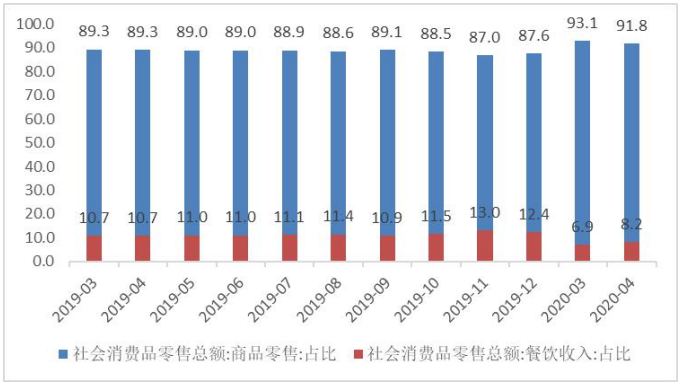
旬便开始发放消费券，但当前餐饮消费仍然维持在30%以上的跌幅，修复速度较慢；另一方面，虽然国内疫情得到基本控制，但严防境外输入压力依旧较大，5月之前居民外出就餐相对较少，同样使得餐饮消费恢复较慢。从餐饮消费在我国社零消费中占比来看，2019年12月餐饮收入占社零比重在12.4%，商品消费占比为87.6%，疫情爆发后餐饮收入占比显著下行，3月占比仅为6.9%，4月占比为8.2%。后续来看，5月随着以来发放消费券的城市进一步增加，3~4月进行多轮发放的城市延续，叠加餐饮业复工率进一步提高，5~7月消费券助推下餐饮消费恢复速度或将有所加速。

图表 24 餐饮消费跌幅依旧较大



资料来源：wind，华创证券

图表 25 餐饮收入占社零比重显著走低



资料来源：wind，华创证券

消费券影响下，网络消费增速或继续快速上行，占社零比重也可能进一步抬升。本次疫情使得网上消费快速发展，从疫情严重期间的“无接触式配送”到当前各地政府利用网络平台发放消费券，疫情期限网上消费修复速度较快，当前同比增速已经回升至17%以上，占消费比重也抬升至高位。后续来看，消费券发放期间，网上消费增速或仍继续快速上行，其占社零比重也可能超过前期高点，弥补部分线下消费。

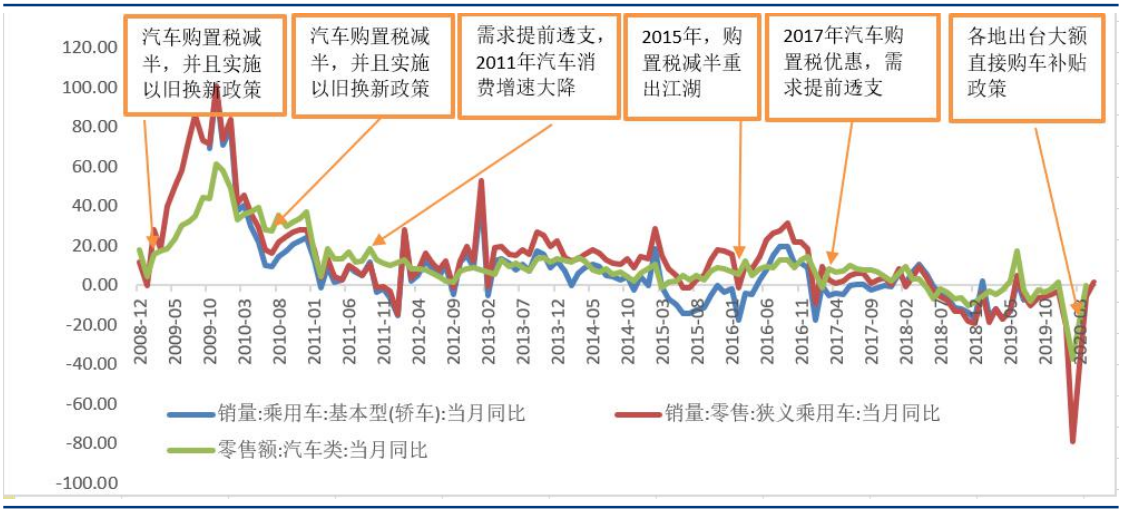
总体来看，当前消费券较高“乘数效应”显现，或对短期消费产生提振作用。当前发放消费券地区对本地消费的拉动作用较为显著，杠杆率可达10倍左右，从各地消费券发放和使用时间来看，活动时间多为5~6月，部分城市消费券持续数月，因此，短期内消费券对消费的带动作用或仍在，但考虑到多城市消费券发放已经基本结束，未来是否有更多城市加入消费券发放有待观察。

另外，消费券对消费支出的拉动并非完全在社零中体现，其对社零的影响存在高估的可能。此前我们提到，消费券发放领域较为广泛，主要集中在餐饮、文化娱乐、商超和体育等方面，其中仅餐饮和商超计入社零消费，因此部分旅游、体育健身等专项消费券对消费的拉动主要体现在服务消费并计入居民消费支出，而不直接计入社零，若用消费券发放额度与其核销率及杠杆率乘积测算对社零的拉动金额或将高估其对社零增速的带动作用。

（三）汽车消费短期或仍然偏好，对社零产生带动作用

当前汽车消费快速增长主要受一季度被积压的消费需求释放以及多项购车优惠政策的刺激，需关注购车需求的集中释放对后续销量可能产生的透支作用。从此前政策效果来看，虽然政策的大力刺激确实可以起到“强心剂”的作用，但是均造成了需求提前透支的后果，导致政策实施后一年的汽车消费大幅降低，甚至增速转负。就本次而言，当前刺激力度较以上减免汽车购置税等更小，对后续需求的透支效应或也更小，但若后期缺少连贯政策刺激，销量持续增长或将难以保证。

图表 26 直接降低购车成本政策对汽车消费具有刺激效应，但也能提前透支需求



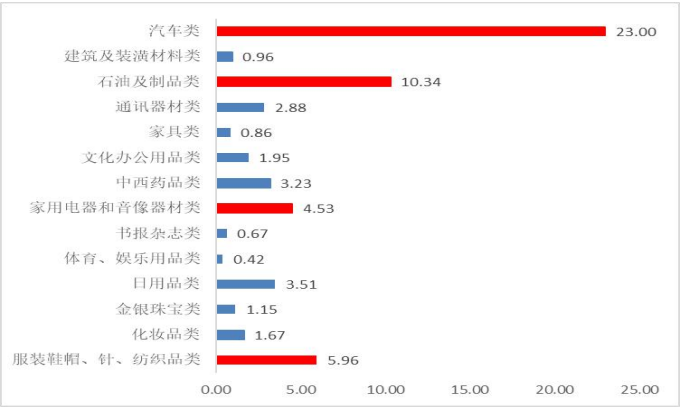
资料来源：wind，华创证券

部分地区政策持续时间较长，短期内汽车消费或仍偏好。从此前多地区出台的促进汽车消费政策来看，多地政策优惠持续至 6 月底，部分地区优惠则可延续至三季度，而广州市补贴政策则延续至今年年底。此外，5 月 24 日，国家发改委副主任表示，下一步将多措并举促进消费回升，进一步促进汽车消费和二手车流通，落实好新能源汽车购置相关的财税支持政策，后续国家层继续出台促进汽车消费政策或较为确定，而此前未出台相应政策的地方，后续也可能会响应中央号召出台相关政策。因此，短期内尤其是 3 季度之前，汽车消费可能震荡偏强，其中 7 月基数较高，增速可能有所下滑，中期来看，当前政策可能会产生透支消费作用，后续乘用车销量仍取决于政策是否具有连贯性。

（四）其他方面，石油及其制品消费对社零拖累逐步减弱，服装和家电消费或将有所回升

从实物消费各分项占比来看，汽车类、石油及其制品类、家用电器和印象器材类、服装鞋帽、针、纺织品类占比最大，为构成社零的主要成分，其变动对社零的影响也最大。石油及其制品消费方面，疫情出现以来，受国际油价暴跌影响，叠加国内疫情防控较为严格，2 月私家车出行减少，导致石油及其制品类消费增速大幅回落，3、4 月复工逐步推进，出行增加影响下，石油及其制品类消费跌幅有所收窄，但由于国际油价较低，国内成品油价格也维持低位，我国石油及其制品类消费回升幅度较为有限，4 月跌幅仍在 14%左右，拖累我国社零下行 2 个百分点左右。后续来看，海外复工以及主要产油国减产影响下，国际油价逐步回升，或将导致石油及其制品类消费增速逐步回暖，叠加当前国际油价已经回升至国内成品油价格上方，6 月或将迎来成品油年内首次上调，可能导致石油及其制品类消费加速回暖，但其后续走势则依然存在不确定性。当前美国部分州疫情出现明显反弹，而抗议示威活动延续，或加速疫情传播，可能影响复工进度，进而影响国际油价，预期后续国际油价维持在 40~50 美元/桶运行，继续大幅上涨的可能性不大，经过 6 月快速修复后，下半年国内石油及其制品类消费增速进一步走高或将受限。

图表 27 社零中各分项占比



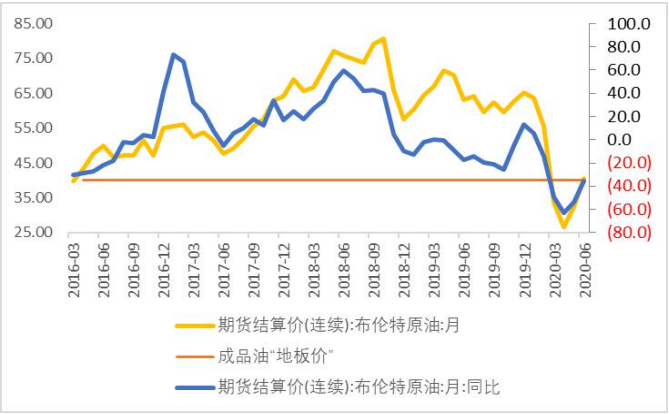
资料来源：wind，华创证券

图表 28 石油及其制品类消费对社零的拖累效应或逐步减弱

资料来源：wind，华创证券

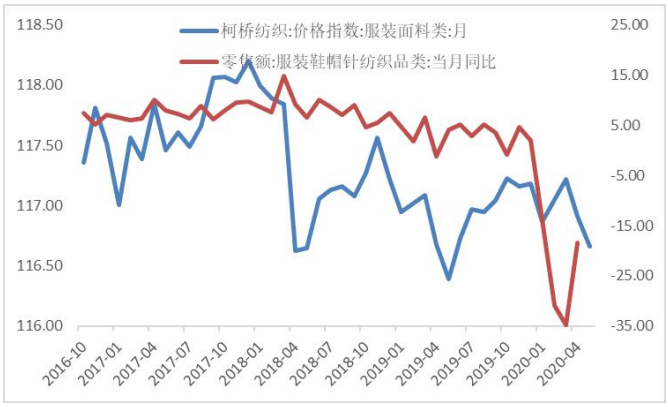
服装鞋帽方面，打折促销力度较大，销售仍有待回暖。受疫情影响，服装行业受到冲击较大，在疫情较为严重阶段，不仅实体服装零售遭受重创，网络服装零售也因物流等原因受到冲击，导致服装厂库存压力加大，而大多数零售商也倾向于先清理库存，再推出新产品。因此，3~5 月国内商场和实体店打折较多，使得服装面料价格指数持续回落，叠加销量不佳，服装鞋帽类商品销售恢复不佳，4 月修复速度虽有所加快，但仅回升至-18.5%，降幅依旧较大。5 月随着上海“五五嗨购节”、各地集中发放的商超消费券等作用显现，服装消费或进一步修复。后续来看，即将迎来“618”电商大促，服装企业折扣力度较大，京东联合近百家国内外知名品牌打造线上“奥特莱斯”，或将对服装类消费产生刺激。

图表 29 国际油价回升至本地价



资料来源：wind，华创证券

图表 30 打折促销力度大，服装面料价格指数回落



资料来源：wind，华创证券

家用电器方面，政策刺激叠加此前积压需求逐步释放，消费有所回暖。5 月 15 日，发改委、商务部等七部门联合印发《关于完善废旧家电回收处理体系推动家电更新消费的实施方案》，提出鼓励家电生产、销售企业及电商平台等，开展覆盖城乡的家电以旧换新等更新消费活动；随后广东省启动新一轮家电下乡项目，补贴对象为 4K 电视机、空调、洗衣机、冰箱、电脑等家电产品，农村居民购买家电享受的综合优惠可达销售价格的 10%，补贴力度较大；5 月 27 日，江苏省也积极响应，提出了贯彻落实《实施方案》的具体措施和意见建议；6 月 3 日，中国家用电器协会联合会员企业共同发布家电“以旧换新”倡议书。同时，“618”促销来临，各大电商平台的以旧换新补贴力度较大，销售或有所增长。京东平台数据显示，6 月 1 日当天，以旧换新上门订单量同比上涨 325%，6 月 1 日至 2 日，参与空调以旧换新的用户数量同比增长 495%，空调以旧换新补贴、安装费补贴、安装延迟补贴三项补贴总额达上千万元。因此，短期来看，“618”期间家用电器销售或将明显增加，中期来看，若后续更多地区相应出台补贴力度较大的以旧换新或家电下乡政策，或将对家用电器消费产生拉动。

总结来看，“地摊经济”对就业的带动或较为确定，但对社零的影响存在不确定性，需持续观察；消费券能够产生“乘数效应”，对发放地区消费拉动作用较为明显，未来可能导致餐饮消费修复加速，网上消费增速也可能继续上升，弥补部分实物消费确实；各地区出台的购车补贴以及放松限购政策对汽车消费的刺激效果较为显著；其他方面，6 月石油及其制品、服装和家电类消费修复可能均略有加快，综合考虑，5~6 月社零修复或有所加速，三季度修复速度能否延续或取决于“地摊经济”能否产生良好效应，四季度走势则取决于后续消费券以及促汽车消费政策延续性。

固定收益组团队介绍

组长、首席分析师：周冠南

中央财经大学经济学硕士。曾任职于中信银行。2015 年加入华创证券研究所。

分析师：梁伟超

北京外国语大学经济学硕士。曾任职于中邮证券。2018 年加入华创证券研究所。

分析师：杜渐

美国福德汉姆大学金融学硕士，CFA。曾任职于联合信用评级有限公司。2019 年加入华创证券研究所。

分析师：华强强

香港科技大学理学硕士。2016 年加入华创证券研究所。

研究员：陈静

南开大学经济学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

助理研究员：陈甲

武汉大学经济学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职　务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenying@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%；
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间；
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%；
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-50581170
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572500

考研资料：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）
英语类：四六级万词班专四专八雅思等
财经类：初级会计、中级会计、注册会计、高级会计、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审
公务员：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360
银行：银行招聘、笔试、面试
教师资格：小学、中学、教师招聘面试
建筑：一建、二建、消防、造价
法考：主观题、客观题
多平台网课：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容
精选资料：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI 课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...
押题：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。
资料领取微信：1131084518
行业报告：20000 份+持续更新

英语四六级备考资料	计算机二级备考资料	150 所高校考研专业课资料
两小时搞定毛概马原思修近代史纲	高数(微积分)+线性代数+概率论	素描 0 基础入门教程
教师资格证全套备考资料	普通话考试资料礼包	书法教程微信 2270291360
大学生英语竞赛备考资料	大学生数学竞赛备考资料	1000 份各行业营销策划方案合集
挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料	电子设计竞赛必备资料	街舞 0 基础入门教程
托福雅思备考资料	大学物理学科攻略合集	动漫自学教程
SCI 最全写作攻略	TEM4/TEM8 专四专八备考资料	教师资格证面试试讲万能模板
360 份精美简历模板	数学建模 0 基础从入门到精通	100 套快闪 PPT 模板
Vlog 制作最全攻略	超强 PR 模板	42 套卡通风 PPT 模板
PS 零基础教程微信 1131084518	PS 高级技能教程	63 套酷炫科技 PPT 模板
好用到极致的 PPT 素材	128 套中国风 PPT 模板	32 套 MBE 风格 PPT 模板
327 套水彩风 PPT 模板	295 套手绘风 PPT 模板	54 套毕业答辩专属 PPT
196 套日系和风 PPT 模板	82 套文艺清新 PPT 模板	57 套思维导图 PPT 模板
163 套学术答辩 PPT 模板	53 套北欧风 PPT 模板	34 套温暖治愈系 PPT 模板
118 套国潮风 PPT 模板	30 套仙系古风 PPT	126 套黑板风 PPT 模板
114 套星空风格 PPT 模板	192 套欧美商务风 PPT 模板	42 套绚丽暈染风 PPT
50 套精美 INS 风 PPT 模板	56 套水墨风 PPT 模板	137 套清爽夏日风 PPT 模板
98 套森系 PPT 模板	25 套简约通用 PPT 模板	记忆力训练教程
300 套教学说课 PPT 模板	123 套医学护理 PPT 模板	AE 动态模板微信 2270291360
毕业论文资料礼包	教师资格证重点笔记+易错题集	表情包制作教程
吉他自学教程（送 6000 谱）	钢琴自学教程（送 1000 谱）	区块链从入门到精通资料
2000 部 TED 演讲视频合集	Excel 从入门到精通自学教程	单片机教程
230 套可视化 Excel 模板	1000 款 PR 预设+音效	1000 份实习报告模板
手绘自学教程微信 1131084518	单反从入门到精通教程	人力资源管理师备考资料
英语口语自学攻略	粤语 0 基础从入门到精通教程	证券从业资格证备考资料
日语自学教程	韩语自学教程	PHP 从入门到精通教程
法语学习资料	西班牙语学习资料	炒股+投资理财从入门到精通教程
全国翻译专业资格考试备考资料	BEC 初级+中级+高级全套备考资料	大数据学习资料
SPSS 自学必备教程	Origin 自学必备教程	会计实操资料
LaTeX 全套教程+模板	EndNote 教程+模板	小提琴 0 基础入门自学教程
GRE 超全备考资料	200 份医学习题合集	司考备考资料

思维导图教程＋素材	20000 份行业研究报告	一级造价工程师备考资料

上万 GB 教学资料（均全套,非杂乱）免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等（全套 1000 多 GB）

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等（更新超 2000GB）

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料（超过 2 万 GB）

陈安之	曾仕强	马云	杜云生	翟鸿燊	刘一秒	俞凌雄
王健林	余世维	雷军	周文强	安东尼罗宾	董明珠	李嘉诚
徐鹤宁	冯晓强	李践	刘克亚	罗伯特清崎	戴志强	李伟贤
苏引华	史玉柱	李强	俞敏洪	杰亚伯拉罕	周鸿祎	唐骏
梁凯恩	陈永亮	傅佩荣	贾长松	易发久	李彦宏	湖畔大学
李开复	聂枭	悟空道场	魏星	姬剑晶	其他名师全集	其他资料下载
王兴	王智华	智多星	陈文强	周导		微信 2270291360
泡妞	撩汉	泡仔	房中术	性福课	驻容术	泡妞撩汉性福合集

注：太多了，无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

记忆力训练	形象礼仪	健康养生	企业管理	沟通技巧
演讲与口才	经理修炼	MBA 讲座	时间管理	战略经营
企业文化	销售心理	管理素质	国学讲座	执行力
团队管理	领导艺术	员工激励	潜能激发	谈判技巧
绩效管理	薪酬管理	43 份直销制度	电话销售	人力管理
客户服务	创业指南	市场营销	餐饮管理	保险讲座
品牌营销	酒店管理	汽车 4S 店	众筹资料	销售技巧

兴趣爱好：	钓鱼教程	魔术教学	炒股教学	美术教学	书法教学
音乐乐器：	萨克斯教学	电子琴教学	小提琴	古筝教学	钢琴教学
	吉他教学				
体育运动：	篮球教学	足球教学	羽毛球教学	兵乓球教学	太极拳教学
	围棋教学	高尔夫球			
生活实用：	插花教学	茶艺-茶道	唱歌教学	单反相机摄影	毛线编织
	小吃+美食				
语言学习：	英语				
电脑 IT：	办公 office	PS 美工教学			

暗号：666

免费领取资料微信

1131084518

微信1131084518

撩汉liaohan.net

最好资源zuihaoziyuan.com

如果群里报告过期

请加微信联系我索取最新

1、每日微信群内分享7+最新重磅报告;

2、每日分享当日华尔街日报、金融时报

3、如果看到群里报告过期了，请扫码联系

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，仅分发做内部学习 2020新年

扫一扫二维码后台回复 加群

加入“研究报告”微信报告群。